

CVRI Report Vol.3

2006 / 3 / 3

新株予約権(第三者割当て)を使ったファイナンス・スキーム(3)

今回は新株予約権を使った証券会社等への第三者割当て型エクイティ・ファイナンスの概要及び発行体におけるメリットを検討したいと思います。

新株予約権を使った第三者割当て型エクイティ・ファイナンスは、転換社債型新株予約権付社債と新株予約権のみを発行するケースの2通りのパターンがあります。転換社債型新株予約権付社債には、普通株式へ市場価格の90%~95%程度で転換が可能となるような新株予約権が付与され、社債からの分離譲渡はできず、かつ新株予約権が行使されると代用払込により社債が消滅するタイプが一般的です。

通常の場合では、新株予約権がそれなりに評価されるため、社債に対する利率はゼロあるいは非常に低利な水準に設定されても、社債の発行価格は額面に等しい水準(PAR)となります。

発行体は、社債の発行により表面的に低利の資金調達が可能となること、多くの場合予約権の行使により普通株式への転換が進み償還資金の調達は必要ないこと、第三者割当て増資あるいは一般の公募増資に比較して株式の希薄化の問題が顕在化しないこと等の理由により、株式市場が堅調な現在では転換社債型新株予約権付社債の発行が数多く実施されています。

一方、新株予約権を利用したファイナンス・スキームは、今すぐに資金は必要としないが、機動的な資金調達ニーズにタイムリーに対応できる手法として一般的になりつつあります。ファイナンス目的で発行される新株予約権は、転換社債型新株予約権付社債と同様に、普通株式へ市場価格の90%~95%程度で転換が可能となるような新株予約権を証券会社等の投資家に割当てるものです。

しかし、転換社債型新株予約権付社債とは異なり、予約権の消却条項が通常付されるため、資金調達が必要なくなれば発行価格と同額あるいはそれを下回る金額で買入れ消却を発行体の意思決定で行うことが可能となります。また、消却条項が入っているが故に新株予約権の評価自体が抑えられ()、それを引受ける証券会社等の投資家の資金負担も減額されるという双方のニーズも満たすこととなります。

さらに新株予約権の本質的価値を下げる別の設計内容の例を紹介します。総合臨床薬理研究所が発行した新株予約権(2005年9月5日)にはコミットメント条項というものが設定されています。簡単に説明すると、発行会社が新株予約権者に行使してくれと言わない限り新株予約権者は行使できず、必ず新株予約権者は一定の期間内に一定の金額を行使しなければならないというものです。

こうなるとこれを引受けた証券会社等の投資家にとっては新株予約「権」ではなく新株予約「義務」みたいになってしまいます。この条項も発行会社にとって有利、新株予約権者にとっては不利な条項が新株予約権の価値を下げる要因になっていることとなります。しかし、この条項を盛り込んだ形で新株予約権の価値を評価するというのは技術的な難しさがあります。極端な言い方をすれば権利ではなく義務なので新株予約権自体の価値はないと言った見方をする方もいるかもしれません。

()新株予約権の評価を行うに当たって消却条項を如何に評価するかは、発行条項を詳細に検討する必要があるため、ご質問等がございましたら弊社宛にお問い合わせください。

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払い、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。株式会社企業価値総合研究所では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) CVRI. All Rights Reserved.